

chapter

10

제10장 필립스곡선과 거시경제정책의 여러문제

- ※ 거시경제학 공부 목적 중의 하나는 단기적인 경기변동 과정에서 나타난 실업과 인플레이션의 원인을 규명하고, 정책대응을 강구
- ※ 동태적 총공급곡선을 필립스곡선으로 재해석한 뒤, 기대형성방식에 따라 적응적 기대하의 자연실업률가설과 합리적 기대하의 가설을 살펴봄

1. 필립스곡선 : 실업과 인플레이션의 관계

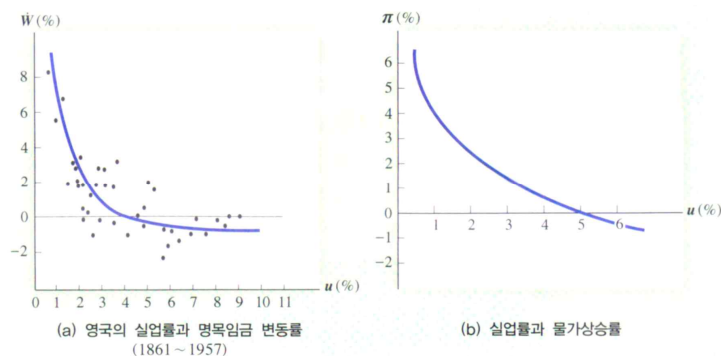
- 초기 PC → 현실에서 이론적 실증적 문제점 → 적응적 기대하의 PC(자연실업률 가설)과 합리적 기대하의 PC

1. 필립스곡선과 총공급곡선

- _____ 곡선 : 인플레이션과 실업률 간의 역의 관계를 나타내는 곡선
(원래의 필립스 곡선에서의 명목임금 상승률을 물가상승률로 대체해 활용¹⁾)

(1) 고전적 필립스 곡선과 정책적 시사점

- ① 필립스 곡선은 물가상승률과 실업률 사이에 존재하는 역의 상관관계(trade-off)
- ② 일반적으로 실업률이 높을 때는 기울기가 _____ 하지만, 실업률이 낮을 때는 기울기가 _____²⁾
- ③ 안정적인 필립스 곡선의 존재는 물가안정과 완전고용이란 두 가지 목표를 동시에 달성하기 어렵다는 의미



1) $\frac{\dot{W}}{P} = MP_L$ 에서 $MP_L = 0$ 인 경우에 $\dot{W} = \pi$ 가 됨

2) 실업률이 낮을 때는 실업률이 높은 때보다 실업을 줄이기 위해서 감소해야 하는 물가상승률의 증가가 훨씬 크다는 의미

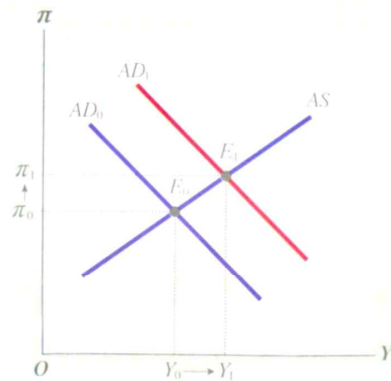
(2) 필립스 곡선과 총공급곡선과의 관계

① 단기 AS

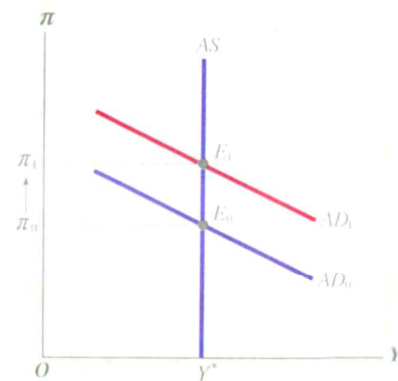
AD증가 → 인플레이션을 상승, 산출량 증가 → 실업률 감소 → _____ 하는 PC

② 장기 AS

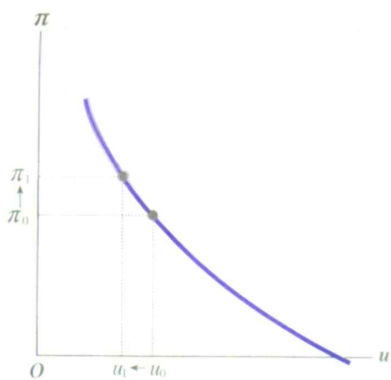
AD증가 → 인플레이션을 상승, 생산량 불변 → 실업률 불변 → _____의 PC



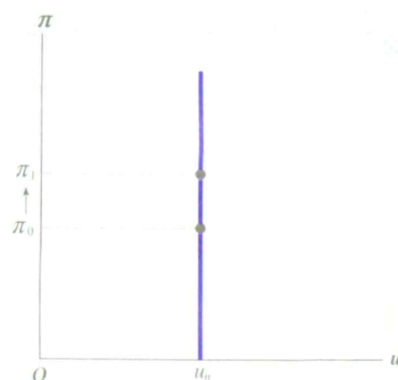
(a) 우하향하는 필립스곡선



(b) 수직의 필립스곡선



(a) 우하향하는 필립스곡선



(b) 수직의 필립스곡선

(3) 고전적 필립스 곡선의 이론적 실증적 문제점

- ① (_____의 비판) 립시는 초기 PC이 역의 관계 이유를 명확히 설명하지 못함³⁾
- ② (실증연구 결과) 1970년대 이후에 스태그플레이션이 발생하면서 물가상승률과 실업률의 안정적 인 상관관계가 깨지기 시작
- ③ (케인즈 학파 반박) PC는 원래 총수요변동에 의해 유발된 경우를 설명하기 위한 것이므로 비용인상형 인플레이션인 스태그플레이션은 다른 경우라고 반박⁴⁾

3) 립시는 노동시장의 초과수요가 있으면 명목임금이 상승하고, 초과공급이 있으면 명목임금이 하락하는 것을 통해 실업과 명목임금 상승률의 역의 관계를 도출. 그러나 프리드만은 노동의 수요와 공급은 명목임금이 아닌 실질임금에 의존하는 것이 일반적이라고 보고 이에 대해 의문을 제기

4) 필립스곡선이 1970년대의 인플레이션을 잘 설명하지 못한다고 해서 인플레이션과 실업 간에 존재하는 음(-)의 상관관계가 깨진 것은 아니라고 봄

2. 적응적 기대와 자연실업률 가설

(1) 프리드만-펠프스의 기대부가필립스 곡선

① 자연실업률⁵⁾ 가설

노동의 초과수요와 관련 있는 것은 예상실질임금변화율이라고 보고 새로운 필립스 곡선 제기



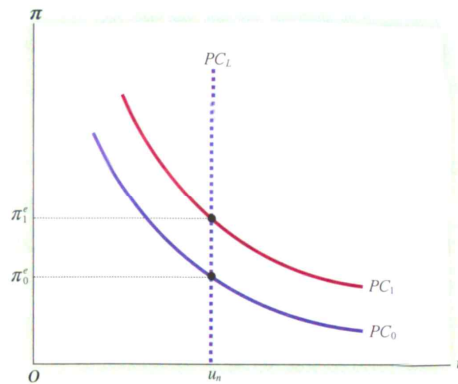
② 기대인플레이션(π^e)이 역할을 강조해 필립스 곡선이 상방 이동할 수 있다고 봄

→ 여기서 기대는 적응적 기대⁶⁾를 적용



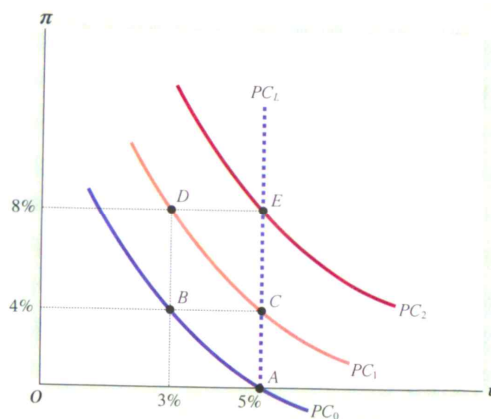
→ 기대인플레이션과 필립스곡선

기대인플레이션율이 π_0^e 일 때 필립스 곡선은 (u_n, π_0^e) 점을 지나는 우하향하는 곡선 PC_0 로 표시된다. 이때 기대인플레이션율이 π_1^e 로 상승하면 필립스곡선은 (u_n, π_1^e) 점을 지나는 곡선 PC_1 으로 평행이동한다. 한편 사람들이 인플레이션을 완전히 예상할 수 있는 장기에서 실제실업률은 자연실업률과 일치하게 되어 필립스곡선은 자연실업률 수준 u_n 에서 수직선인 PC_L 이 된다.



③ (단기적) 사람들이 인플레이션을 완전히 예상하지 못하는 경우에는 PC는 우하향 형태

④ (장기적) $\pi = \pi^e$ 가 되므로, $u = u_n$ 이 되어 자연실업률 수준에서 PC는 수직



→ 기대인플레이션과

장 · 단기 필립스곡선

현재 인플레이션율이 0%이고, 자연실업률이 5%인 점 A에서 정부가 확장적 거시경제정책으로 실업률을 3%로 낮추려고 한다. 이때 단기에는 점 B에서 4%의 인플레이션을 상승을 감수하면서 3%의 실업률을 유지할 수 있다. 그러나 장기적으로 사람들이 인플레이션을 완전히 예상함에 따라 경제는 자연실업률 수준(점 C)으로 돌아오게 되어 수직의 장기 필립스곡선이 도출된다.

5) 자연실업률은 잠재적 산출량에 대응되는 실업률로 총수요의 변동에 관계없이 구조적 · 마찰적 요인에 따라 결정되는 실업률로 공급측면에 교란이 없는 경우에 장기적으로 인플레이션 압력을 유발하지 않는 수준의 실업률을 의미함 (자연실업률은 0보다 클 수밖에 없는데, 구조적 실업은 장기적으로 없다고 해도, 직장탐색과정에서 발생하는 마찰적 실업은 발생하기 마련이기 때문)

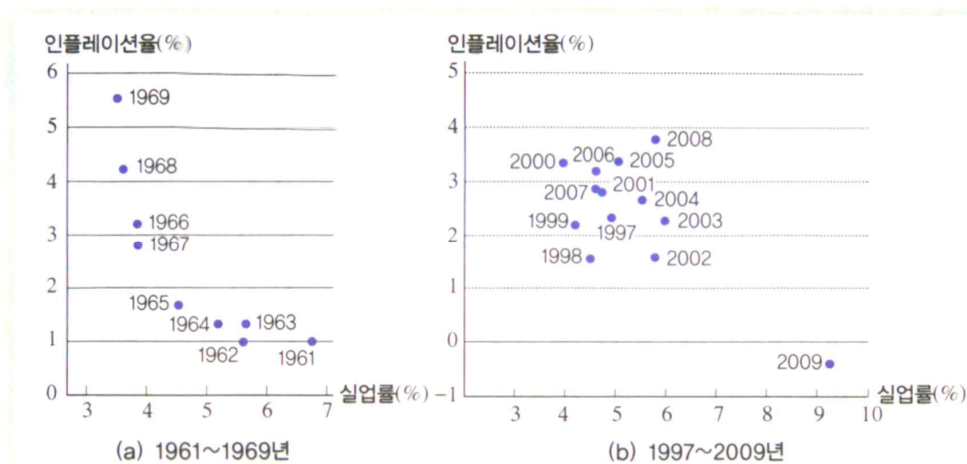
6) 적응적 기대란 현재 및 과거 인플레이션율의 변화에 근거해 미래 인플레이션율을 예상하는 것

(2) 자연실업률 가설의 정책적 시사점

- ① 정책당국이 확장적 거시경제정책으로 실업률을 낮추고자 시도하는 경우에 사람들이 인플레이션을 완전히 예상하지 못하는 단기에는 자연실업률 수준보다 낮은 실업률을 유지할 수도 있음
- ② 그러나 장기에는 사람들이 인플레이션을 완전히 예상할 수 있으므로, 화폐환상에서 벗어나 자연실업률 수준으로 다시 회귀
- ③ 단기 PC는 우하향하는 형태로 인플레이션율과 실업률 사이에 선택이 가능하지만, 장기PC는 수직선의 형태로 양자 사이의 선택이 불가능
- ④ (화폐의 장기적 초중립성⁷⁾) 화폐금융정책이 단기에는 경기부양 효과를 가질 수 있으나, 장기적으로는 실질변수(산출량, 실업률)에 아무런 영향을 미치지 못하고 인플레이션율만 상승시킴

(3) 자연실업률 가설의 유용성과 한계

- ① 1970년대와 1980년대 초반에 걸쳐 발생한 고물가-고실업 현상은 실업과 인플레이션 간에 장기적인 상충관계가 존재하지 않는다는 것을 보여줌
- ② 필립스 곡선이 불안정적이고, 장기적으로 자연실업률 수준에서 수직
- ③ 케인즈학파도 자연실업률 가설을 수용하여 NAIRU⁸⁾라는 개념을 도입
- ④ (의의) 화폐금융정책의 기준 지표로 실업률이 자연실업률보다 낮거나 실질임금이 상승하는 경우에는 긴축적 화폐금융정책을 실시해야 한다고 제안
- ⑤ (한계) 자연실업률은 정확한 추정이 어렵고, 화폐금융정책의 효과도 2~3년의 시차를 두고 나타나 화폐금융정책의 지표로 삼기도 힘들다고 봄



7) super neutrality of money

8) non-accelerating inflation rate of unemployment로 인플레이션율이 상승하거나 하락하지 않고 안정적으로 유지될 수 있는 실업률 수준을 뜻하고, 자연실업률과 동일한 개념

(4) 이론과 실제 : 세계화와 필립스 곡선의 부활

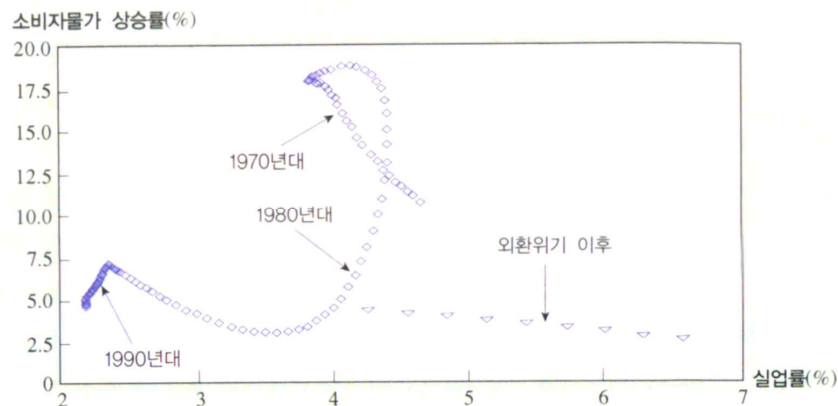
① () 필립스 곡선의 기울기가 완만해짐

→ 실업률 1%를 감소시키기 위해서 감수해야 하는 인플레이션율의 증가량이 크지 않음

② () 세계화

노동자들의 임금협상력이 약해지면서 임금상승에 기인하는 인플레이션율이 감소해 필립스 곡선 기울기가 작아짐⁹⁾

③ () 원자재 수요 증가로 원자재 가격 상승 → 상품가격 상승 → 모든 국민들이 실질소득 유지를 위해 일제히 임금상승 요구 → 물가상승률 더욱 높아짐



읽을거리

우리나라와 미국의 자연실업률

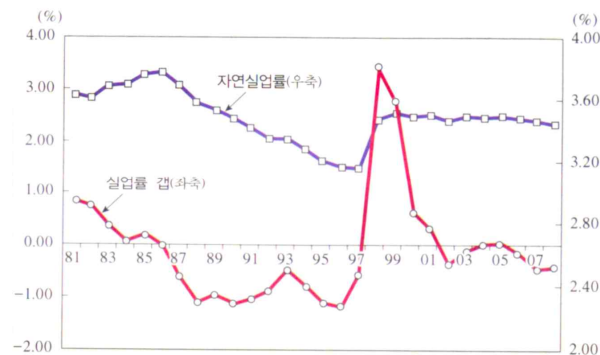
① 우리나라의 자연실업률(NAIRU)은 외환위기 직후 상승해서 대략 3.5% 수준에서 유지

② 미국에서는 신경제하에서 인플레이션율과 실업률 간의 상충관계가 나타나지 않았는데, 그 이유는 자연실업률 자체가 하락했기 때문

③ 미국의 NAIRU는 대략 5%로 추정되는데, 실제 실업률이 이보다 훨씬 낮은 4%이하로 하락했는데도 불구하고 인플레이션 압력이 없었음

→ (이유) 신경제 옹호론자는 정보통신기술의 혁신으로 자연실업률이 하락한 것

그러나 IT거품 이후 기술혁신과 낙관주의에 의해 주도된 장기호황의 결과로 보는 것이 지배적 견해



9) 예전에는 실업률이 낮아지면 노동자들의 임금이 상승했으나, 오늘날에는 세계화로 인해서 노동자들의 임금협상력이 약해지면서 과거같이 임금이 인상되지 못해 임금인상에 의한 인플레이션율이 감소

3. 합리적 기대와 필립스 곡선

(1) 합리적 기대

- ① 경제주체들이 미래 경제변수들의 움직임을 포함한 이용가능한 모든 정보를 활용해 효율적으로 인플레이션을 예상
- ② 완전예견은 아니고, 체계적인 예측오차¹⁰⁾가 발생하는 것을 막을 수 있음

(2) 합리적 기대를 반영한 필립스 곡선

- ① $\pi = \pi^e + h(u - u_n)$ $h(0) = 0, h' < 0$
- ② π^e 는 합리적 기대방식으로 예측되고, 예측오차($\pi - \pi^e$)는 평균적으로 0이 되어 실업률도 평균적으로 자연실업률과 같아짐

(3) 합리적 기대를 반영한 필립스 곡선과 거시정책

- ① () 갑작스런 인플레이션에 따른 명목임금 상승 → 실질임금 상승으로 착각 → 노동공급 증가 → 실질임금 하락, 실업률 감소
- ② () 예상된 인플레이션만큼 명목임금이 이미 증가 → 실질 임금 불변 → 실업률에 영향 없고, 인플레이션만 상승

4. 기억효과와 필립스 곡선

(1) 자연실업률 가설과 정책효과

- ① 자연실업률 가설론자들은 자연실업률을 초과하는 실업률이 관측되어도 적극적인 거시경제정책을 사용하는 것을 비판
→ 장기적으로 자연실업률 이하로 실업률을 낮추기 어렵고, 확장적 거시정책이 민간의 기대인플레이션율만 상승시킬 수도 있음
- ② (반론) 새케인즈학파는 거시경제정책이 단기와 장기에 실업률에 영향을 미칠 수 있다고 주장

(2) _____효과(새케인즈 학파 주장)

- ① 유럽의 장기적으로 높은 실업률을 자연실업률 가설은 만족스럽게 설명하지 못함
- ② 영국은 대처 집권당시 18% 인플레이션율을 경험하고 있었으나¹¹⁾ 긴축정책으로 5%까지 낮춤 → 인플레이션이 진정되었으므로 자연실업률로 복귀되어야 함 → but, 복귀하지 않고 자연실업률이 더 높아짐(자연실업률 자체 상승)
- ③ 기억효과(이력현상, hysteresis) : 한번 경제에 충격이 왔을 때, 그 효과가 사라지지 않고 경제시스템 내부에 각인되는 현상으로 실업의 비용이 지속적으로 발생할 수 있는 현상

10) 체계적인 예측오차(systematic forecast error)란 주어진 정보를 충분히 이용하지 않음으로써 미래 인플레이션율을 실제 인플레이션율보다 계속 높게 예상하거나 혹은 계속 낮게 예상하는 것

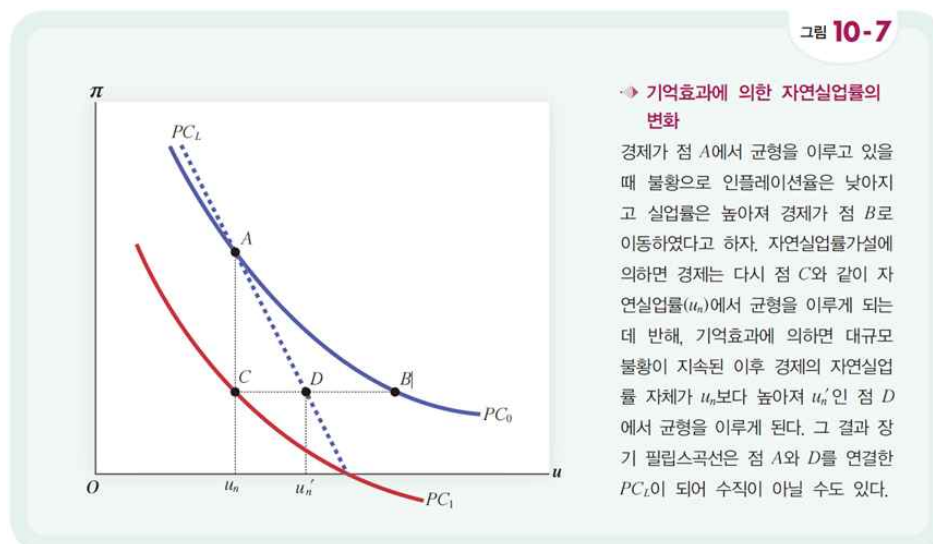
11) 1980년대 유럽의 여러나라들 특히 영국은 자연실업율을 상회하는 높은 실업률이 장기간 지속되었는데, 1970년대 3.4%였던 실업률이 1980년대 9.4%에 육박

(3) 기억효과 발생 이유

- ① 불황이 해고된 사람들의 생산성에 계속 영향을 줌 (학습기회 박탈, 열등하다는 신호)
- ② 실망실업자(discouraged worker)¹²⁾는 실업기간이 장기화되면서 노동의욕과 성취욕 감소
- ③ 한번 외부자가 된 노동자는 다시 내부자가 되기 어려워 계속 실업자로 남게 됨

(4) 기억효과와 자연실업률 변화

- ① 초기에 A점 균형 → 불황으로 B점으로 이동
- ② (자연실업률 가설) 기대인플레이션의 하락으로 다시 C로 돌아와 자연실업률 수준에서 균형
- ③ (기억효과 가설) 자연실업률 자체가 높아져 D에서 균형을 이루어 장기필립스 곡선은 AD를 연결한 수직이 아닌 직선



12) 실망실업자는 실질적인 실업자로 단지 더 이상 직장을 구하지 않는다는 이유로 비경제활동으로 분류되어 실제실업률을 과소평가하는 문제 발생

2. 거시경제정책의 유효성: 재량 vs 준칙

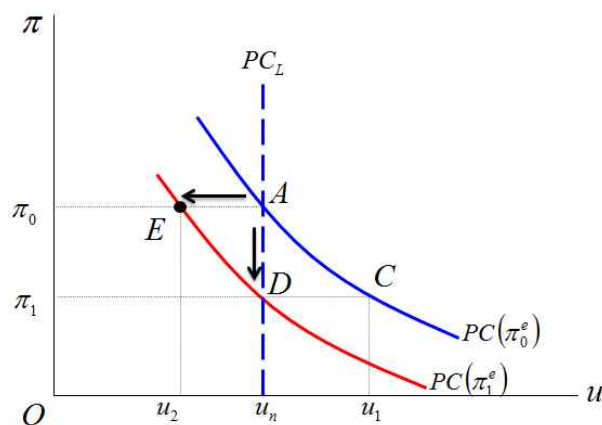
1. 합리적 기대하의 필립스 곡선

(1) 민간이 정책당국을 _____ 경우

- ① 정책당국의 긴축정책을 통해 인플레이션율을 낮추겠다는 발표 → 민간이 전적 신뢰
- ② (A → D) $\pi^e \downarrow$ 으로 PC하방이동
- ③ 실업률 증가없이 인플레이션을 낮출 수 있음

(2) 민간이 정책당국을 _____ 경우

- ① 정책당국의 긴축정책 발표하고, 강력한 실시로 실제로 하락한 경우 → 민간이 안믿음
- ② (A → C) π^e 고정으로 실업률 상승
- ③ 남미같이 높은 인플레이션을 겪은 나라에서 경험



2. 정책의 신뢰성 확보 방안

- ① 인플레이션을 줄인다는 발표와 함께 낮은 인플레이션율에 상응하는 긴축정책기조를 실제로 계속 유지해야 함
- ② 민간이 예상하지 못한 정책을 자주 사용하지 말아야 함
- ③ but, 정책당국은 최적목표 달성을 이루기 위해 예상치 못한 정책을 사용하려는 유인을 가짐

3. 최적정책의 _____

- ① A에서 인플레이션을 π_1 으로 억제하겠다는 사전공약 실시 $\rightarrow \pi^e \downarrow$ (민간의 기대 변화)
 $\rightarrow$ 정책당국은 E로 이동하려는 유인을 지님¹³⁾
- ② 정책당국이 처음에 입안한 최적정책이 시간이 지나면서 더 이상 최적정책이 아니게 되어 그 정책을 바꿀 유인이 존재
- ③ 최적정책의 동태적 비일관성(dynamic inconsistency of optimal policy)
- ④ E는 A보다 더 바람직

4. 정책의 _____과 _____

- ① 합리적 기대하에서 E가 실제로 실현되기 어렵고, 실현되어도 계속 E를 유지할 수 없음
- ② 사전공약을 믿지 않으면 PC는 하방이동하지 않고, 믿었을 때 정부의 재량적인 최적정책이 변경되면 이를 반영시켜 다시 PC는 상방이동되어 A로 회귀
- ③ 프리드만의 준칙 : 재량을 배제하고, 정책과정을 준칙(rule)에 맞춰 민간이 예상하지 못한 정책을 원천적으로 억제해 정책의 신뢰성 제고, 인플레이션 억제 정책 효과를 높임

13) 점 A에서 확장적 거시경제정책으로 E로 이동할 수 없었지만, 긴축정책의 공약으로 PC가 하방이동하면 E를 달성가능함에 유혹받음

3. 최적정책의 동태적 비일관성

- ※ 프레스컷, 킨랜드(2004)
- ※ 현재시점에서 수립된 최선의 미래정책이 미래가 도래되었을 때 더 이상 최선의 정책이 아니라면 이 정책은 동태적 일관성이 없는 것
- ※ 민간이 정책의 비일관성을 합리적으로 예상하면 정책당국은 최적정책을 변경해도 아무런 효과를 얻지 못하고 사회후생만 감소됨

1. 화폐금융정책

(1) 화폐금융정책의 최적비일관성

- ① 통화당국이 인플레이션 억제정책을 공표한 후 물가가 안정되면 예상치 못한 통화량증가로 고용을 증대시켜 사회후생을 증가시킬 유인을 지님
- ② 합리적 기대하의 필립스곡선 + 오쿤의 법칙 = 루카스의 동태적 총공급곡선

- ③ 사회후생함수

14)

- ④ 루카스공급곡선을 이용한 사회후생함수

- ⑤ $\pi = \pi^e = 0 \rightarrow W = 0$

- ⑥ $\pi^e = 0$ 로 고정되어 있을 경우

: 목적함수 극대화는 $\pi = \frac{\gamma}{\alpha}$ ¹⁵⁾에서 $W = \frac{\gamma^2}{2a}$ 로 이전보다 후생증가

- ⑦ $\pi^e = \frac{\gamma}{\alpha}$ 로 합리적으로 예상하는 경우¹⁶⁾

: $\pi = \frac{\gamma}{\alpha}$ 에서 $W = -\frac{\gamma^2}{2a}$ 가 되어 사회후생은 오히려 감소

- ⑧ 결국 합리적인 기대를 하는 경우에 재량적 통화정책보다는 준칙에 따른 일관성을 유지하는 것이 경제주체들에게 신뢰를 주어 최선의 결과를 얻을 수 있음

14) a는 사회후생함수에서 인플레이션의 역기능에 대한 가중치를 의미

15) 사회후생함수를 π 로 미분한 뒤에 0로 놓으면 $\gamma - a\pi = 0$ 가 되어 $\pi = \frac{\gamma}{a}$ 에서 극대화

16) 민간이 최적정책의 변경을 사전에 합리적으로 예상할 수 있는 이유는 정부의 정책이 사전적인 구속장치가 없을 경우 통화량을 증가시킬 유인이 높다는 것을 반영하기 때문임

(2) 신뢰성보강장치 : 평판

- ① 정부는 민간과 지속적인 관계를 고려하여 단기적으로 예상치 못한 통화량 증가는 기대인플레이션의 상승이란 대응으로 이어져 효과 없음을 인식
- ② 평판적 접근방식(reputational approach)
: 구속장치로서 평판의 역할을 고려
- ③ (2기간 확장된 사회후생함수)
2기의 후생수준을 시간할인하여 1기의 후생수준에 더한 것으로 다음과 같이 나타낼 수 있음

$$W_t = \gamma(\pi_t - \pi_t^e) - \frac{1}{2}a\pi_t^2, (t=1, 2), \beta \text{는 시간할인요소}$$

④ (정부의 방안 1)

$t=1$ 기에 $\pi_1 = 0$ 으로 설정해 $\pi^e = 0$ 로 유도한 후 $t=2$ 기에 $\pi_2 = \frac{\gamma}{\alpha}$ 로 설정해 산출량 증가

$$\rightarrow W = \frac{\beta\gamma^2}{2a}$$

⑤ (정부의 방안 2)

$t=1$ 기에 $\pi_1 = \frac{\gamma}{\alpha}$ 으로 설정하고, $t=2$ 기에 적절하게 조정해 산출량 증가

$$\rightarrow W = \frac{(1-\beta)\gamma^2}{2a}$$

⑥ 결국 β 의 크기에 따라서 더 나은 방식이 결정

만일 정부가 미래지향적이어서 $\beta \approx 1$ 이 된다면 첫 번째 방식이 더 높은 후생을 가져다 줌

- ⑦ 한 번의 산출량 증가 이익(방안 1)과 앞으로 지속될 높은 인플레이션 비용(방안 2)를 비교해 후자가 더 큰 경우에 사전적 최적정책인 0% 인플레이션율을 약속대로 실현
→ 당국의 정책행위가 1회적으로 경제에 영향을 줄 뿐만 아니라, 미래의 기대형성에도 지속적으로 영향을 줄 수 있음

(3) 신뢰성 보강장치 ; 입법과 계약

- ① 입법에 의한 계약장치(legislative approach) : 정책목표를 물가안정으로 단일화해서 법으로 명시하고, 준칙을 준수하도록 함
- ② 계약에 의한 접근방식(contractual approach) : 주인인 정부가 대리인인 통화당국에게 대리인의 보수체계를 물가안정과 연계시켜 준칙을 준수하도록 함

(4) 최고의 신뢰보강장치

- ① 블라인더의 연구에 의하면 중앙은행이 실제로 일관성 있게 정책을 수행하고 목표를 준수한다는 실적과 정직성이 가장 중요
- ② 반면 일정한 준칙준수, 대리인에게 불이익을 주는 계약 체결은 별 효과 없음

2. 재정정책

※ 정책의 동태적 비일관성 문제는 최적조세(optimal taxation), 정부채무의 지불유예(reputation), 그리고 재정적자의 보전 등에서도 발생할 수 있음

(1) 조세정책 : 민간이 저축수단으로 실물자본을 축적하는 경우

- ① 램지는 한계세율의 변화에 대한 자본투자가 노동공급보다 훨씬 민감한 경우에 근로소득세율이 자본세율보다 높게 나타남
- ② but, 일단 자본투자가 이루어져 실물자본이 축적되면, 자본세율 증가에 대한 실물자본의 조세탄력성은 $0 \rightarrow$ 자본세율의 증가는 이미 축적된 자본에 대한 의사결정에 아무런 영향 없음
- ③ 비탄력적인 자본에 세율부과시 자본세수가 증가하게 되므로, 당초 자본세율을 높일 유인을 가지게 됨(최적조세정책의 동태적 비일관성)
- ④ 민간부분은 자본세율 상향조정 가능성을 합리적으로 예상해 자본투자를 줄임
- ⑤ 이때 실제로 자본세율을 높여도 자본소득이 증가하지 않아 조세수입 증가는 거의 없고, 그 결과 주어진 자원조달을 위해 근로소득세율¹⁷⁾을 높이게 되고, 후생 감소

(2) 정부채무의 지불유예: 민간이 저축수단으로 국채를 보유하는 경우

- ① 민간이 국채를 보유하여 민간의 자산과 부채로 축적되면, 채무지불유예는 민간이 축적한 자산(국채보유량)에 아무런 영향을 미치지 못함
- ② 국채발행으로 재원을 조달한 후에 채무지불을 거절하고, 민간의 근로소득세를 줄일 유인이 존재
- ③ 민간은 당국의 사후적 채무지불유예를 합리적으로 예상해 아예 국채를 보유하지 않으려고 함
- ④ 이때 정부가 채무지불유예를 선택하면, 자원조달을 위해서 결국 근로소득세율을 높이게 되고, 그 결과 사회후생은 감소

3. 화폐금융정책과 재정정책의 상호작용

- ① 민간의 명목자산이 화폐소득인 경우, 민간이 화폐보유를 결정하면 인플레이션조세인 화폐주조수입(시노리지)¹⁸⁾은 이미 보유한 민간의 화폐잔고에 아무 영향을 안 미침
- ② 정부는 시노리지를 통한 조세수입으로 근로소득세율의 감소를 시도해 사회후생증대 추구
- ③ 민간은 이를 예상해 현재 화폐수요를 줄이게 되어 시노리지 효과 없음
- ④ 정부는 자원조달을 위해서 더 높은 근로소득세 증가를 추구

17) 자본세와 근로소득세는 모두 경제주체들의 소비, 저축, 노동, 여가의 선택에 영향을 미치는 왜곡조세임

18) 시노리지(seigniorage)는 화폐공급의 증가로 인플레이션이 발생하게 되면 화폐가치의 하락으로 화폐를 보유한 민간은 손해를 보게 됨

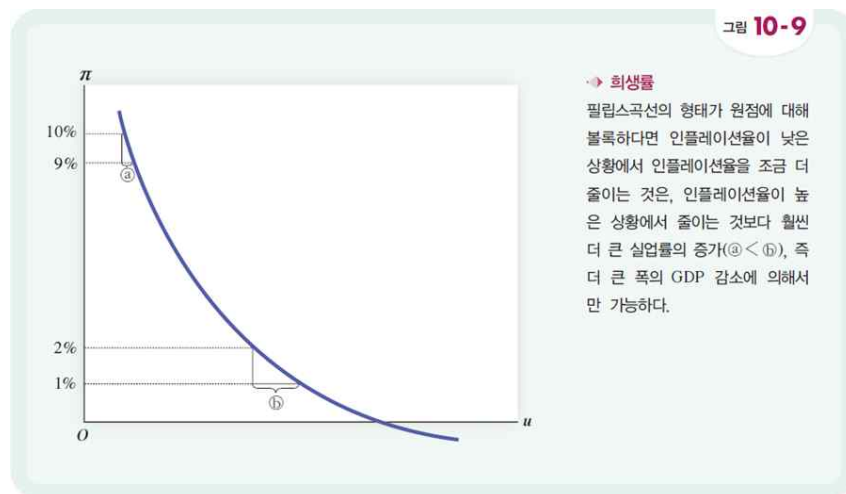
4. 준칙주의에 대한 반론

(1) 준칙주의

- ① 인플레이션이 통화량의 지속적인 증가에 기인한다고 생각해 화폐공급의 자의성을 배제해야 인플레이션을 막을 수 있다고 생각
- ② 준칙주의에 따를 때, 통화당국에 대한 신뢰성이 높은 경우에 기대인플레이션 조절을 통해 큰 비용을 치르지 않고도 인플레이션을 억제할 수 있다고 주장

(2) 준칙주의 주장의 실증분석

- ① 단기적으로 화폐수요가 불규칙적으로 급변하거나, 유가상승 등 예기치 못한 공급충격으로 경제에 교란이 발생
- ② 이전의 화폐공급준칙은 더 이상 바람직한 정책이 아님(신축적 운용이 더 효과적)
- ③ 실증분석에 의하면 신뢰성이 높은 독일의 희생률¹⁹⁾이 다른 나라보다도 높게 나와 준칙주의 주장이 깨짐
- ④ 그 이유는 필립스 곡선이 단기에서 뿐만 아니라 장기에도 원점에 대해서 볼록한 우하향하는 형태를 지니기 때문



19) 인플레이션을 1%포인트 낮추기 위해서 감수해야 할 GDP감소의 % 포인트

4. 화폐금융정책의 운용체계

1. 화폐금융정책의 운용체계의 구성요소

(1) 최종목표

- ① 고용, 성장, 물가안정
- ② 1970년대 지속적인 인플레이션의 원인이 고용과 물가안정에 대한 정책실패 때문이라고 봄
- ③ 1990년대 이후에는 물가안정이 가장 중요한 목표가 됨

(2) 명목기준지표(nominal anchor) → 화폐금융정책의 구분기준

- ① 인플레이션, 통화량, 환율
- ② 물가수준을 안정적으로 유지하기 위해 중점적으로 관리하는 명목변수

(3) 제도적 측면

중앙은행의 독립성, 책임성, 투명성 등

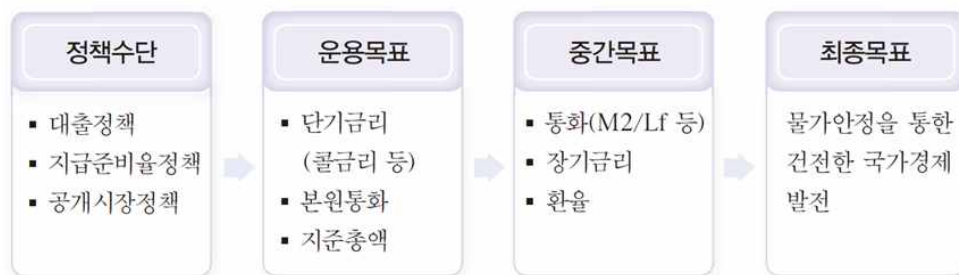
(4) 화폐금융정책의 수단

재할인을 정책, 지급준비율정책, 공개시장조작정책 등

2. 통화 타게팅

(1) 개념

통화지표 M_1 , M_2 의 증가율을 명목기준지표 또는 중간지표로 정해 달성하는 방식



(2) 도입배경

- ① 1970년대 후반 통화주의자들의 영향력이 커짐
- ② 원유파동과 더불어 인플레이션과 전쟁 돌입
- ③ 통화량이 이자율보다 측정이 쉽고, 본원통화도 쉽게 조절 가능

(3) 방법

경제상황의 변화에 관계없이 'K% 준칙' 적용

(4) 실패

- ① _____ ; 통화량은 규제되기 시작하자마자, 이전에 움직이던 패턴과는 다르게 변동 → 통화량의 범주가 애매하고, 통화량 통제는 사실상 불가능
- ② 화폐수요의 불안정성과 화폐공급의 내생성²⁰⁾
- ③ 통화정보에 대한 신속한 정보획득 어려움²¹⁾

3. 금리 타게팅

(1) 개념

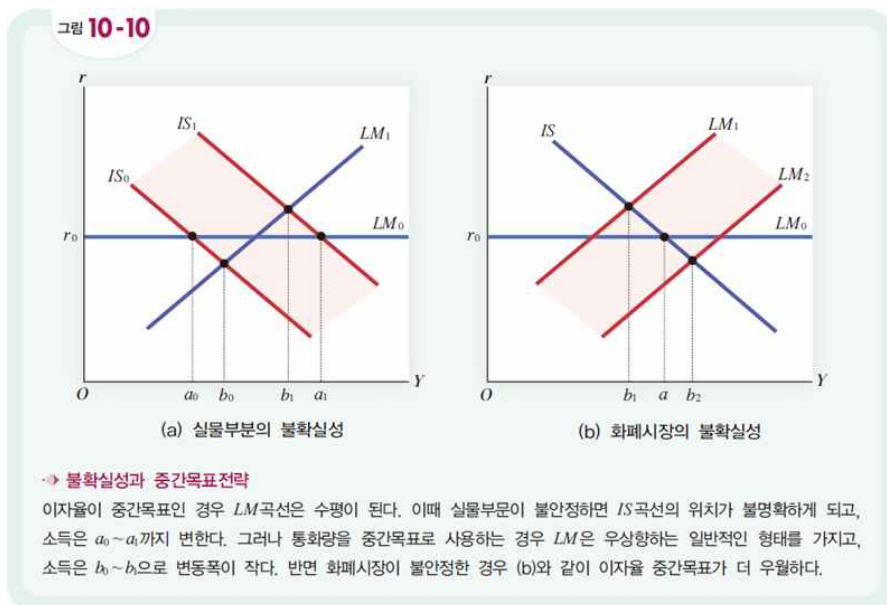
- ① 통화주의 반대론자들은 이자율이 실물경제에 미치는 영향력이 크다는 점 인식
- ② 단기에 명목이자율을 통제 가능

(2) 방법

- ① 단기에 물가수준이 잘 변하지 않는다는 점을 통해 단기 명목이자율 통제를 통해 단기 실질이자율 까지 통제
- ② 실질이자율이 실물부문에 미치는 파급효과 고려
- ③ 중앙은행의 단기이자율 결정 그 자체가 하나의 신호로 작동해 투자자의 기대에 영향을 미침

(3) _____의 아이디어

- ① 실물부문이 불안정하면 IS곡선의 위치가 불확실해져 통화량이 중간목표로 할때 생산량 변동성이 감소
- ② 금융부문이 불안정하면 LM곡선의 위치가 불확실해져 이자율이 중간목표인 경우 생산의 변동성이 감소



20) 1970년대 이후 진행된 탈규제와 금융혁신이 기폭제

21) 실물변수와 연관성을 높이려면 광범위한 지불수단까지 포함시켜야 하는데, 이러한 정보는 집계하는데 어려움

4. 환율 타게팅

(1) 고정환율제도

- ① 환율을 일정수준에 고정
- ② 중심환율을 기준으로 소폭의 변동만 허용하는 크롤링 페그(crawling peg)

(2) 장점

- ① 물가가 안정적인 나라에 고정시키면 물가안정 달성 가능(인플레 기대심리 제거 가능)
- ② 해외의존도가 높은 나라들은 수입물가 안정으로 큰 혜택

(3) 단점

- ① 독자적 화폐금융정책 불가²²⁾
- ② 투기적 공격에 취약²³⁾

5. 인플레이션 타게팅

(1) 개념

- ① 일정기간 동안 달성해야 할 물가상승률 목표치를 미리 정해두고, 이에 맞추어 화폐금융정책을 운용하는 방식
- ② 통화량, 금리, 환율 등 다양한 정보변수를 활용하여 중간목표없이 최종목표인 물가안정을 직접 달성
- ③ 물가목표를 명시적으로 공표하고, 이 목표를 기준으로 의사결정을 하도록 강한 의지를 천명해 경제주체에게 신뢰를 줌

(2) 장점

정책의 동태적 비일관성 문제를 완화²⁴⁾

(3) 단점

인플레이션율은 다른 변수들(환율, 통화량, 이자율)에 비해 통제가 어렵고, 정책시기가 비교적 김

22) 화폐금융정책의 자주권을 상실한다는 측면으로, 외환시장에서 달러에 공급 부족(초과수요) → 달러가격 상승 → 중앙은행은 외환에 개입하여 달러 공급 → 국내통화 감소(긴축) 혹은 달러 가격을 낮추기 위해서는 금리를 인상시켜 달러 유입을 촉진해야 하는데 이 경우 경기부양이 필요한 시점이었다면 경기침체 골이 더 깊어질 것

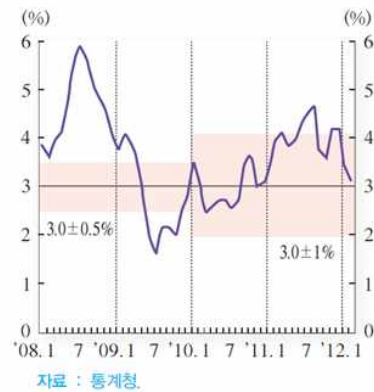
23) 환율이 경제의 펀더멘탈과 괴리되는 경우 환율방어를 위해 외환보유고를 투입했다라도 큰 혼란이 초래된 사례가 많이 있음

24) 명시적으로 목표수치를 공표해 재량적 정책유인 발생이 어렵고, 정치적 압력도 줄일 수 있음

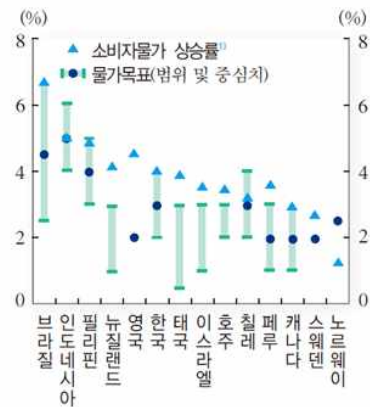
Box 10-2

물가안정목표제 운영상황*

물가목표 및 소비자물가 상승률(전년 동월 대비)



물가안정목표제 채택국 물가상황



6. 테일러 준칙

(1) 개념

- ① 프리드먼의 $K\%$ 준칙인 고정준칙이 아닌 경제의 흐름에 따라 반응하는 준칙(feedback rule)
- ② 경제의 실제상황이나 예상 상황에 반응하는 방식을 준칙으로 설정

(2) 준칙



- ① 목표명목정책 금리 = 균형 명목정책금리 + α (산출갭) + β (인플레이션갭)
- ② α, β 는 양(+)의 상수로 목표정책금리가 산출갭과 인플레이션 갭에 반응하는 정도 나타냄

5. 화폐금융정책의 파급경로

※ 금리경로, 자산가격경로, 환율경로, 신용경로

1. 금리경로

(1) 개요

- ① 화폐공급 → 단기금리 인하 → 장기금리 인하, 은행금리 인하 → 기업투자 ↑, 가계소비 ↑ → 총생산 증대
- ② [1단계] 화폐금융정책이 단기금리, 장기금리, 은행금리를 순차적으로 낮추는 과정
- ③ [2단계] 전반적인 금리변화가 소비, 투자 등 실물부문으로 파급

(2) 금리경로 활성화 여건 조성

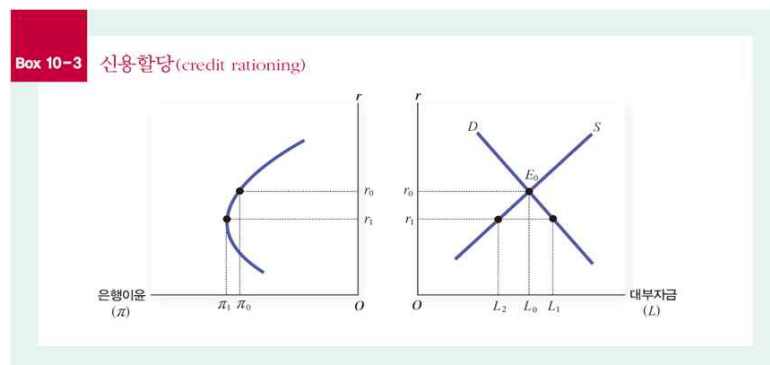
- ① 1990년대 금리자유화를 실시하여 금리경로 작동 기본여건 형성
- ② 금융시장 확대와 금리를 매개로 한 상호연관성, 시장의 기대와 반응이 금리에 잘 반영
- ③ 콜금리(1998~2008년), 환매조건부채권금리를 정책금리로 활용해 금리민감도 증가

(3) 금리경로 장애물

- ① 신용할당(credit rationing): 은행대출이 균형금리에서 결정되는 적정 수준의 대출보다 과소 공급
- ② 은행대출은 정보의 비대칭성에 직면²⁵⁾

(4) 신용할당

- ① 대부자금의 가격인 이자율은 자금의 수요곡선과 자금의 공급곡선이 일치하는 수준에서 결정
- ② r_1 의 이자율에서 차입자는 건전한 투자안을 지닌 사람과 이자비용을 감당하기 어려운 위험한 투자안을 지닌 사람도 다수 포함
- ③ 정보비대칭성에 직면한 은행은 r_1 으로 이자율을 낮추는 대신에 기존 신용거래내역이나 담보물의 가치 증을 고려해 L_2 만큼 대출하기로 결정 (초과수요 발생)



- ④ L_2 만큼 대출하는 것이 은행의 이윤극대화에 부합
- ⑤ 신용할당은 대부자금시장에서 금리경직성을 설명

25) 은행은 차입자의 신용도를 정확하게 알 수 없고, 그것을 알아내는데 비용이 수반

2. 자산가격 경로

(1) 개요

- ① 화폐금융정책 → 자산(주식, 부동산) 가격에 영향 → 실물경제 영향
- ② 소비와 투자가 주가와 부동산 가격의 영향을 받게 됨
- ③ 통화주의 : 화폐공급 증가 → 경제주체들은 적정수준 이상의 유동성 보유 → 과잉 유동성 처분과정에서 주식 구입 → 주식 수요 증가로 주가 상승
- ④ 케인지안 : 화폐공급 증가 → 금리 하락 → 채권가격상승 → 주식 수요 증가 → 주가상승

(2) 부의 효과

- ① 일반인들이 보유한 주식의 가격이 상승 → 부의 상승 → 소비 증가
- ② 개인들은 부동산 가격 상승으로 부유해졌다고 생각 → 소비지출 증가, 대출 용이(·담보가치 증가)

(3) 토빈의 q이론

- ① 토빈의 q = 주식시장에서 평가된 기업의 시장가치 / 기업의 실물자본 대체비용
- ② 금리인하 → 주가상승 → 기업 시장가치 > 실물자본 대체비용 → $q \uparrow$ → 높은 가격으로 주식 발생, 저렴한 비용으로 투자 → 이윤 증가
- ③ 이론이 성립하기 위한 전제조건
 - 금리는 낮아졌으나, 전반적인 경기상황, 기업 수익성, 건전성이 좋지 않으면 수요가 회복 어려움²⁶⁾
 - 소규모 개방경제에서 주가는 해외 선진국의 주가변화에도 민감하게 영향을 받음
 - 주가는 단기적 등락이 심하지만, 투자는 투자결정에서 실행에 이르기까지 상당한 시간이 필요

3. 환율경로

(1) 개요

- ① 자유변동환율제에서 국내금리의 변화 → 환율 변화 → 실물 경제(수출, 수입) 영향
- ② 국내금리 하락 → 달러 수요 증가 → 원화 가치 하락

(2) 환율인상의 파급경로

- ① 환율 인상 → 수입품 가격 상승 → 수출 증가 → 경상수지 개선
- ② 환율 인상 → 수입품 가격 상승 → 국내물가 상승
- ③ 환율 인상 → 해외부채 많은 기업 상환부담 증가 → 수익성 악화

26) 2000년 하반기 미국은 수차례 금리를 인하했으나 주가는 약세

4. 신용경로

(1) 개요

- ① 화폐금융정책이 은행대출에 영향을 미침 (금융시장 가격변수 영향 ×)
- ② 최근 금융자유화로 인해 은행의 자금조달방식의 다양화로 중요성이 줄어드는 추세
- ③ 그러나 중소기업, 가계대출이 증가하고 있어 여전히 영향력이 큼

(2) 화폐공급 축소 효과

- ① 화폐공급 축소 → 은행예금감소 → 대출 감소, 채권보유 감소²⁷⁾ → 차입 기업의 대출 상환 의무 → 신용이 취약한 중소기업, 개인들은 자금부족으로 허덕 → 전반적 경제 위축
- ② 기업의 대차대조표 경로와 유사하게, 가계의 주택 구입 및 내구재 소비지출에도 영향

(3) 금융가속기 이론

- ① 화폐금융정책 → 가계와 기업의 대차대조표(자산상태, 부채상태)를 변동 → 소비, 투자에 영향
- ② 부채비율이 높은 기업 → 긴축 금융정책 → 금리 상승 → (금융비용 증가) 현금흐름 악화 → 투자위축, 기업도산 가능 증가
- ③ 인플레이션이 우려되어 긴축 금융정책을 추구하려고 해도 기업의 부채비율이 높으면 실행하기 어려움

(4) 현실 적용

- ① 제조업의 부채비율(=부채/자기자본)은 외환위기 이전 400%에 달했으나, 2007년 100%로 하락해 대차대조표 경로를 통한 영향은 작아짐
- ② 가계부채는 최근 증가하고 있어, 금리상승 압력은 이자지급 부담을 높여 소비를 위축시켜 영향력 증가

표 10-1

화폐금융정책의 파급경로

	파급경로	금융·외환시장	실물경제
화폐금융 정책 (콜금리, 통화량)	금리경로	단기금리→장기금리, 은행여수신금리	소비, 투자
	자산 가격 경로	주가→토빈 q 부 효과	투자 총수요 생산 물가 경상수지
	환율경로	금리→환율	수출, 수입
	신용경로	은행예금, 대출, 대차대조표→리스크 프리미엄	소비, 투자

27) 은행은 신용위험이 낮고 유동성이 높은 국공채를 보유하는 것을 선호해 대출을 줄이는 것 선호

참고 : 양적완화 정책의 파급경로

1. 양적완화의 기본목적

금리 인하를 통한 경기부양이 어려운 경우 직접 유동성을 공급해 경제활동 진작, 디플레이션 억제

2. 양적완화 파급경로

- ① 신용창출 경로 : 본원통화 투입 → 은행대출 증가 → 소비, 투자 촉진
- ② 자산시장 경로 : 자산매입 → 자산가격 상승(부의 효과), 금리하락(조달비용 하락)

3. 양적완화의 성과

- ① 신용창출 경로는 제한적 : 중앙은행 유동성의 대규모 공급에도 대출이 거의 증가하지 않음
→ ∴ (은행) 건전성 강화 요구로 신용위험이 높은 대출 기피
(가계, 기업) 주택시장의 침체와 불확실성 증대로 대출 수요 감소
- ② 중앙은행으로 환류 효과 : 중앙은행 대차대조표를 보면 양적완화 공급된 자금의 대부분은 지급준비금이나 단기예금으로 예치되면서 중앙은행으로 다시 환류
- ③ 자산시장에 미친 효과는 즉각적이고 직접적
: 주택금융시장 경색 완화, 은행권 자금경색 완화, 원자재, 신흥국 통화 부양,
→ 최종 대부자로서 기대 심리 형성 확산 효과

Box 10-4

양적완화정책의 파급경로*



〈그림 1〉 주요 양적완화 조치와 위험자산 가격 추이